

投研视点 | 信用债的超额收益能继续维持吗？

与往年明显不同，今年以来主流中长期国债及政策性银行债回报率明显跑输短久期信用债。从主流投资标的的指数来看，国债政金债指数(7-10)今年以来回报率为 0.79%，而 1-3 年隐含评级 AA+ 以上信用债指数表现更为优异（今年以来回报率 0.92%），如果对信用债投资标的的资质债进行一定程度拓展，则超额收益将更加明显，下图收益率和相关指标展示了相关情况的。

	久期	到期收益率	今年以来收益 (%)	2024年收益 (%)	2023年收益 (%)
中债国债及政策性银行债指数(7-10年)财富指数	8.15	1.73	0.7893	10.1532	5.2367
中债国债及政策性银行债指数(5-7年)财富指数	5.59	1.60	0.6964	7.9204	4.5934
中债市场隐含评级AA+及以上信用债指数(1-3年)财富指数	1.90	1.79	0.9214	4.1133	3.7648
中债市场隐含评级AA信用债指数(1-3年)财富指数	1.81	2.08	1.3562	4.5245	6.1929

数据来源：iFind，太平基金整理

风险提示：中债国债及政策性银行指数（7-10 年）财富指数、中债国债及政策性银行指数（5-7 年）财富指数、中债市场隐含评价 AA+ 及以上信用债指数（1-3 年）财富指数与中债市场隐含评级 AA 信用债指数（1-3 年）财富指数在基日、成分券构成、筛选规则等方面存在不同，仅供参考。过往业绩仅供参考，并不代表其未来业绩表现，亦不构成投资收益的保证或投资建议。指数运作时间较短，不能反映市场发展的所有阶段。

上述情况在未来是否会继续发生，我们将通过后续具体方面的阐述进行分析。

三季度市场资金涌入将继续支撑信用债表现

银行理财产品进入增配区间。根据银行理财业登记中心最新数据，目前（截至 6 月 20 日）银行理财产品规模已达 31.55 万亿，超过了 2022 年三季度理财赎回负反馈前的历史峰值。根据往年季节性数据表明，7-8 月是理财资金持续涌入时期，理财产品对固定收益类资产配置行为将会持续，对收益率相对偏高的信用债券资产更为偏好。预计年末银行理财产品规模将会冲击 33 万亿，特别是在三季度预计将信用利差将持续保持在较低位置。



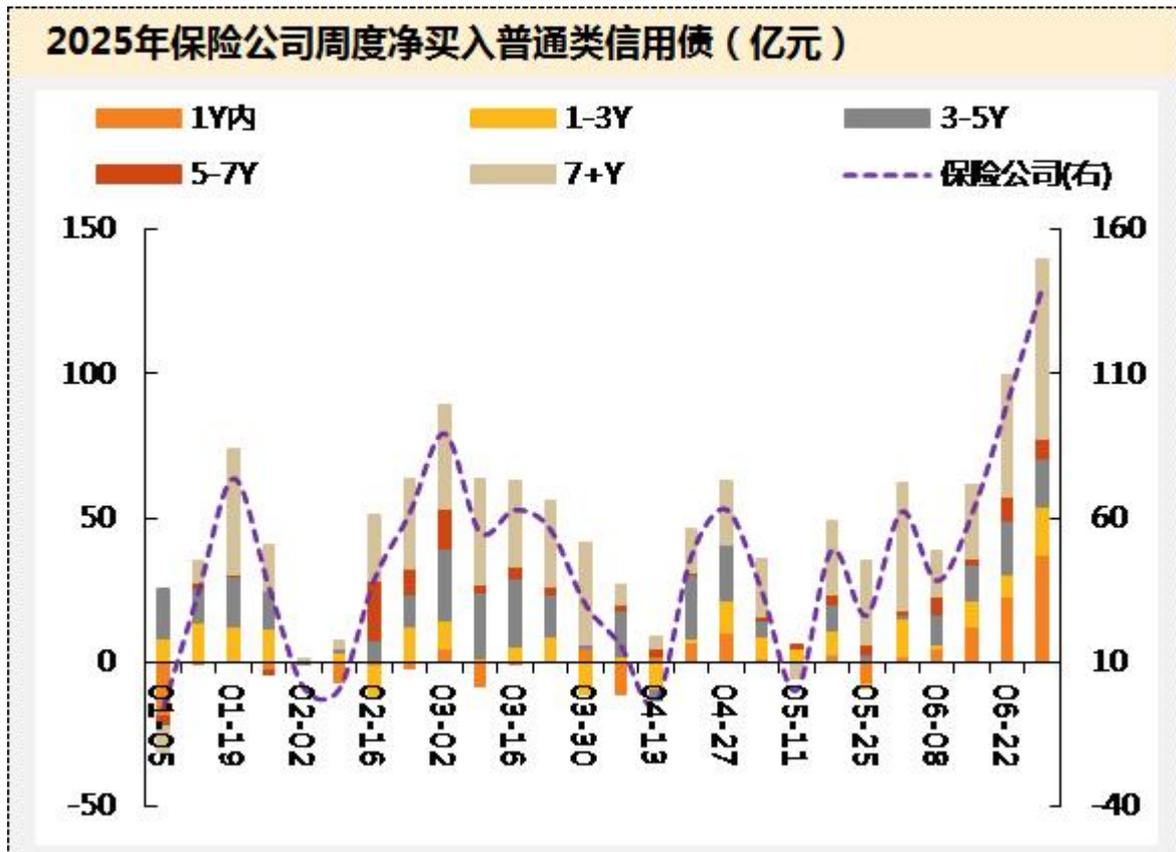
数据来源：普益标准，太平基金整理

定期存款利率下调将长期引导居民存款流入银行理财产品。我们通过具体细分银行理财产品表现来看，灵活性、收益率相对较好的最小持有期型产品规模在 6 月末银行理财赎回期的相对增长明显，反映了对收益有一定诉求的定期存款投资者，对于收益率的诉求。预期未来随着历史定期存款逐月到期，投资者对于投资品的切换将会持续发力。

银行理财规模周度变化						
	封闭式	定开型	最小持有期型	日开型	现金管理	其他
2025/4/3	3.5%	0.5%	4.8%	10.3%	6.3%	4.0%
2025/4/11	0.1%	-0.4%	1.2%	2.3%	0.9%	-1.4%
2025/4/18	1.6%	-0.4%	1.6%	2.3%	-0.2%	3.5%
2025/4/25	-0.1%	-0.1%	1.4%	-0.2%	-1.0%	2.3%
2025/4/30	1.0%	0.0%	1.3%	0.6%	-0.2%	1.7%
2025/5/9	0.0%	-0.6%	1.0%	2.2%	1.2%	1.0%
2025/5/16	0.0%	-0.1%	1.1%	-0.5%	0.0%	0.6%
2025/5/23	0.9%	-0.4%	1.0%	0.4%	-1.2%	0.7%
2025/5/30	0.2%	-0.3%	-0.1%	-1.9%	-1.5%	1.7%
2025/6/6	0.4%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.1%	0.4%
2025/6/13	0.1%	-0.3%	0.2%	-0.1%	-0.2%	0.1%
2025/6/20	-0.2%	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.3%

数据来源：普益标准，太平基金整理

保险预定利率下调导致资金提前进场配置。 鉴于保险利率研究值在 2025 年一季度为 2.13%，低于当前 2.5% 的预定利率 37BP，2025 年二季度央行降息 10bp，预计研究值仍将继续低于当前预定利率超过 25BP，根据监管政策保险公司或将在三季度调降预定利率，这将在短期内使得保险公司提升债券类配置行为，特别是长期限（5 年以上）信用债的配置需求。

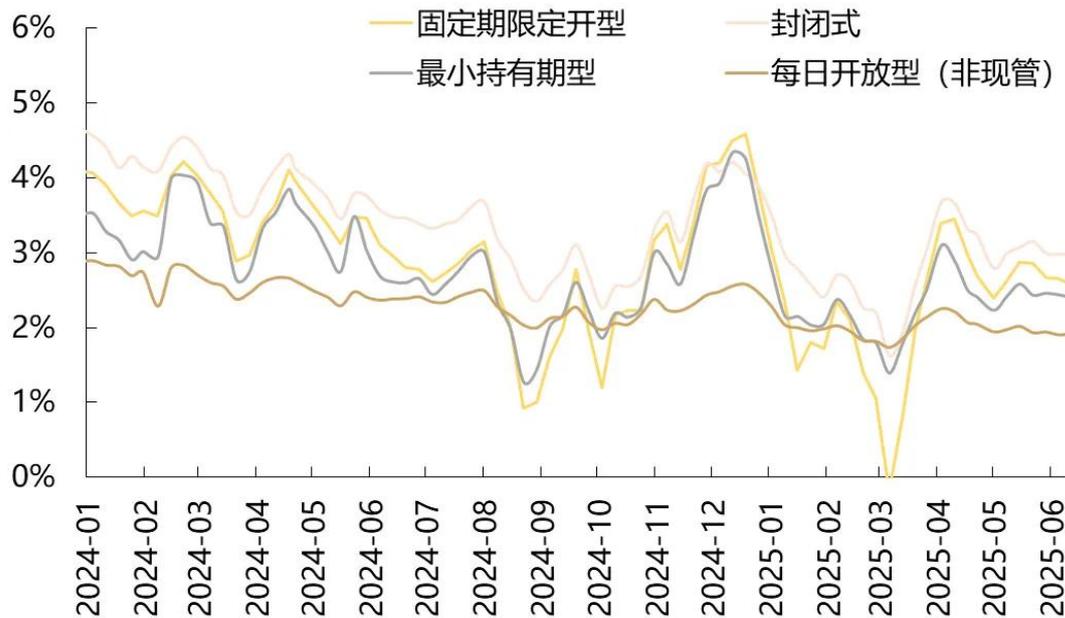


数据来源：idata，太平基金整理

需要持续关注信用债市场不稳定情况

即便客观上相比国债及政策性金融债，信用债仍然有继续表现的空间，但需要关注长时期内的一些扰动问题。

关注银行理财向新业态转变趋势。我们观察到当前银行理财对客收益率 2025 年末明显下降，截至目前中枢收益率仍然为 2.3-2.4%左右，但从前述分析可见理财产品配置资产到期收益率仅在 2%上下（综合考虑理财在非标准化债权资产、公募 REITs 申购等方面），资产负债倒挂压力大（80bp 左右），所以目前对客收益率主要依赖历史持仓资产，且会在 2025 年下半年持续向客户释放殆尽。



数据来源：普益标准，太平基金整理

随着历史持仓资产的收益释放结束，我们预计未来理财运作模式将会有较大改变，大概率向高波动、低收益进发。如按照现有资产配置策略，扣除各项费用后，理财产品对客收益率预计向 1.7%-1.8%左右调整，对当下银行 3 年期定期存款利率性价比明显不足。同时随着资产久期的持续上升，同时加大对公募 REITs 申购、红利股票类资产的配置，对客收益率的波动持续放大，将导致居民资金进一步跨产品、跨机构流动，需要持续关注对信用债市场的持续影响，今年四季度信用利差是否能长期保持的低位有待观察。

关注资金面波动带来冲击。受跨季影响 6 月末资金面（DR007）有小幅上行，但同期信用利差大部分处于压缩状态，市场对资金价格保持低水平仍然有较强预期，对信用利差压降仍然有利。关注后续资金面调整对于信用利差的扰动。

（作者**裴正宇**为太平基金固定收益投资部信用研究部研究员）